

公司深度报告

2023年05月30日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.充电模块领先供应商，份额有望进一步提升
——通合科技（300491.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司多年深耕电源行业，受益于充电桩建设需求放量公司充电模块业务实现高增。公司主要从事电源的研发和销售，下游客户覆盖新能源汽车、智能电网及军工装备三大业务领域。公司是国内最早进入新能源车充电模块领域的企业之一，兼具技术与市场优势。2018-2022年，公司总营业收入由1.69亿元增长至6.40亿元，CAGR为40.93%。2022年公司新能源汽车行业营收为3.50亿元，占总营收的54.59%，YoY+158.15%。2023Q1公司实现营业收入1.19亿元，YoY+78.40%。受益于充电桩行业需求增长，公司充电模块业务收入高增，新能源汽车业务收入增长较快，成为近年来公司业绩增长的重要支撑。

充电桩行业需求放量，公司充电模块业务有望高增。1) 海外需求空间广阔，公司海外业务增长可期。充电桩产业支持政策频繁出台叠加海外市场广阔增量空间，我们认为充电桩建设需求在未来仍将保持高速增长，产业上游充电模块市场规模将同步提升，公司充电模块产品已通过欧标认证，并积极开拓海外客户，有望受益于行业需求放量。2) 模块大功率化趋势明确，公司市占率有望巩固提升。新能源车快充需求增长推动直流桩占比提升，带动对直流大功率充电模块的需求，2022年在扣除自用的竞争性市场中，公司市占率位列第三，行业下游价格敏感度较低，公司实行成本领先战略，有望通过性价比优势扩大网外大功率模块市场份额。3) 定增助力产能提升，静待高功率充电模块项目落地。2023年4月公司发布定增预案用于充电模块扩产，有望为公司扩大规模后形成充足产能支撑。

军工产品国产化进程加快，公司军用电源业务前景向好。子公司霍威电源专注于定制化军工电源方向，军工电源产品在国产化方面处于行业领先水平。2021年公司完成定增，军工电源项目将于2023年落地达产，产能登顶后预计每年可为公司带来销售收入29911.32万元，期待项目完全达产后公司军工板块业绩兑现。电网智能化投资带来增长机遇，公司业务稳健增长。近年电网投资额稳步增长，电网智能化投资占比提升。公司从事电力操作电源行业超过20年，在智能电网领域的产品包括电力操作电源、电力用UPS/逆变电源和配网自动化电源等，具有核心专利技术并兼具产品与市场优势，有望充分受益于电网智能化投资力度加大。

投资建议

政策与需求双轮驱动下，充电桩市场增量空间广阔，作为核心部件充电模块头部制造商，公司有望充分受益于桩企出海和快充趋势下直流大功率充电模块的需求放量，新能源业务有望支撑公司业绩持续高增。我们预计公司2023/2024/2025年分别实现营业收入9.50/14.77/23.91亿元，实现归母净利润0.97/1.85/3.23亿元。基于5月29日收盘价29.49元，对应2023/2024/2025年PE分别为52.50X/27.67X/15.83X，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

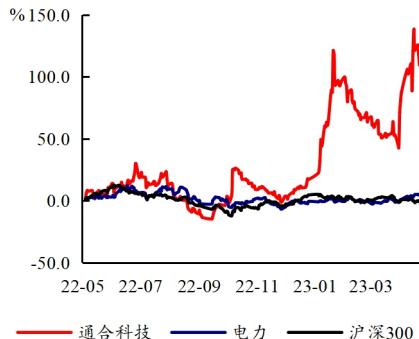
新能源行业竞争加剧；新能源车销量不及预期；充电桩出海不及预期；智能电网投资不及预期。

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 燕楠
资格证书 S1710521120001
电子邮箱 yann806@easec.com.cn
联系人 贺晓涵
电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	173.45
流通A股/B股(百万股)	173.45/0.00
资产负债率(%)	36.04
每股净资产(元)	5.93
市净率(倍)	4.99
净资产收益率(加权)	1.55
12个月内最高/最低价	31.71/11.33

相关研究

盈利预测

项目(单位: 百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	639.16	950.41	1476.61	2391.44
增长率 (%)	51.79	48.70	55.37	61.95
归母净利润	44.34	97.44	184.84	323.07
增长率 (%)	36.36	119.77	89.70	74.78
EPS (元/股)	0.26	0.56	1.07	1.86
市盈率 (P/E)	53.15	52.50	27.67	15.83
市净率 (P/B)	2.37	4.61	3.96	3.16

资料来源：同花顺 iFind，东亚前海证券研究所，基于 5 月 29 日收盘价 29.49 元预测

目录

1. 充电模块领先厂商，横向布局业务完善.....	5
1.1. 深耕电源行业，技术积淀深厚.....	5
1.2. 高研发投入铸就技术壁垒，业绩实现较快增长.....	7
2. 充电桩市场需求空间广阔，公司充电模块业务有望高增.....	9
2.1. 充电桩行业需求放量，公司海外业务增长可期.....	9
2.2. 模块大功率化趋势明确，公司市占率有望巩固提升.....	15
2.3. 定增助力产能提升，静待高功率充电模块项目落地.....	18
3. 军工产品国产化进程加快，公司军用电源业务前景向好.....	19
3.1. 军费开支稳定增长，国内厂商迎来新机.....	19
3.2. 军用电源增速有望提高，公司产能即将落地.....	21
4. 电网智能化投资带来增长机遇，公司业务稳健增长.....	22
4.1. 智能电网带动产业链，操作电源有望受益.....	22
4.2. 产品矩阵不断完善，大力开发大客户.....	23
5. 盈利预测与投资建议.....	24
6. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司股权结构.....	6
图表 3. 主要子公司及其主营业务.....	6
图表 4. 公司股权激励计划.....	7
图表 5. 公司 2018 年-2023Q1 营业收入 (亿元)	7
图表 6. 公司 2018 年-2023Q1 归母净利润 (亿元)	7
图表 7. 公司 2018-2022 年分行业营业收入 (亿元)	8
图表 8. 公司 2018-2022 年营业收入行业结构.....	8
图表 9. 公司 2018-2022 年分行业毛利率.....	9
图表 10. 公司 2018-2022 年费率情况.....	9
图表 11. 公司 2018-2022 年研发费用情况 (亿元)	9
图表 12. 我国充电桩相关政策梳理.....	10
图表 13. 我国月度新能源汽车销量及渗透率.....	11
图表 14. 2014-2022 年我国新能源汽车以及公共充电桩保有量.....	11
图表 15. 2014-2022 年我国新能源汽车以及公共充电桩保有量同比增速.....	11
图表 16. 2016-2022 年我国车桩比.....	11
图表 17. 2010-2021 年各国车桩比.....	12
图表 18. 部分海外国家充电桩相关政策梳理.....	12
图表 19. 2021 年我国充电桩行业成本结构.....	13
图表 20. 2022H1 优优绿能充电模块成本结构.....	13
图表 21. 我国充电模块市场规模测算.....	14
图表 22. 2020-2025E 海外充电模块市场需求情况.....	14
图表 23. 2020-2025E 海外充电模块市场规模情况.....	14
图表 24. 2019-2022H1 优优绿能充电模块出口与内销毛利率对比.....	15
图表 25. 2019-2022H1 通合科技充电桩出口与内销营收结构.....	15
图表 26. 小鹏 G9 与 S4 超充电桩.....	15
图表 27. 保时捷 Tycan.....	15
图表 28. 2018-2023E 我国充电桩结构.....	16
图表 29. 2019-2023E 我国新增充电桩结构.....	16

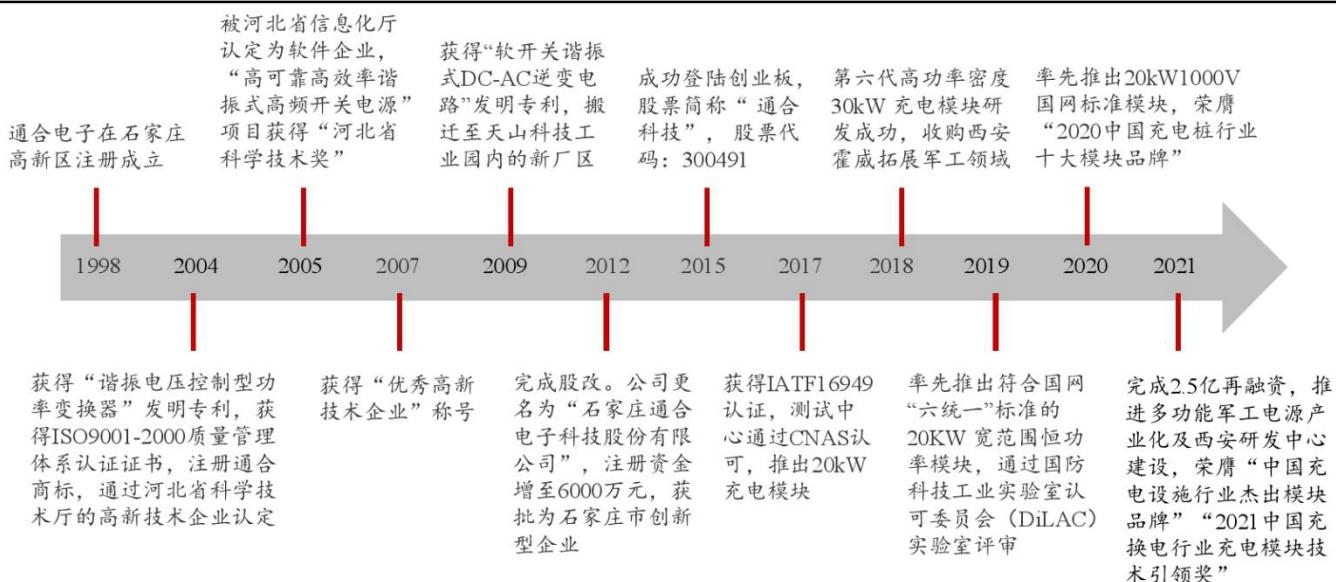
图表 30. 2016-2020 年我国直流桩功率与成本变化情况.....	17
图表 31. 充电模块技术趋势.....	17
图表 32. 通合科技充电模块发展历程.....	18
图表 33. 公司定增募集资金用途计划.....	19
图表 34. 2018-2022 公司流动资产情况 (亿元).....	19
图表 35. 2018-2022 公司流动负债与现金比率.....	19
图表 36. 中美军费支出及占 GDP 比重对比.....	20
图表 37. 2019 年我国特种电源市场竞争格局.....	20
图表 38. 霍威电源主要产品.....	21
图表 39. 2018-2022 年公司军工行业收入.....	21
图表 40. 智能电网与传统电网对比.....	22
图表 41. 2014-2023E 国家电网投资额.....	23
图表 42. 三阶段电网智能化投资额及占比.....	23
图表 43. 2009-2020 年国家电网智能化投资环节分布.....	23
图表 44. 公司智能电网主要产品.....	24

1. 充电模块领先厂商，横向布局业务完善

1.1. 深耕电源行业，技术积淀深厚

公司是国内最早进入新能源车充电模块领域的企业之一，兼具技术与市场优势。公司主要从事工业电源的研发和销售，下游客户覆盖新能源汽车、智能电网及军工装备三大业务领域。1998年，公司在石家庄市成立，2004年公司获得“谐振电压控制型功率变换器”发明专利。2007年开始公司切入充电模块领域，是国内最早涉足该领域的企业之一。2015年公司在深交所创业板上市。2018年公司收购西安霍威，拓展军工领域业务，同年成功研发30kW充电模块。2019年，通过国防科技工业实验室认可委员会(DiLAC)实验室评审。2020年，公司率先推出20kW1000V国网标准模块。在新能源车渗透率提升和充电模块大功率化趋势下，公司坚持较大研发投入力度，不断推出技术领先产品并扩大市场优势。

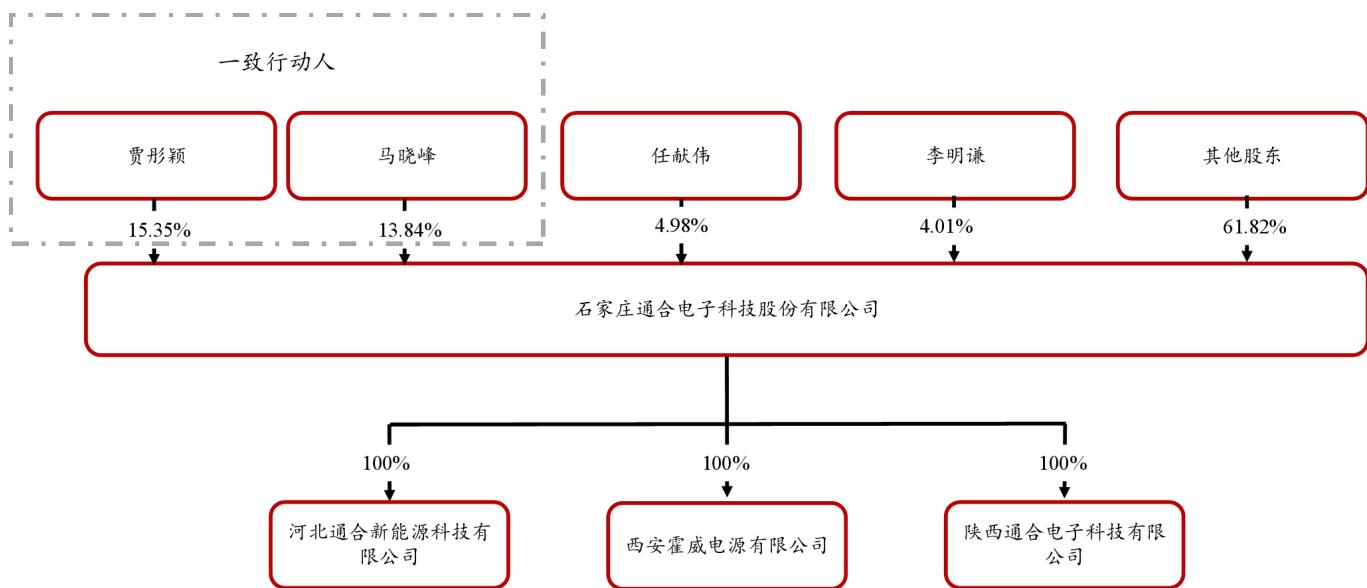
图表1. 公司发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司股权结构集中，控股子公司分属不同领域。贾彤颖与马晓峰为一致行动人、是公司实控人，截至2023年5月21日，合计持有公司股权29.19%。公司有三家全资子公司，分别为河北通合新能源科技有限公司、西安霍威电源有限公司、陕西通合电子科技有限公司，其主营业务分别为充换电站充电电源、定制类电源及检测业务、新能源等技术研发。在完成对霍威电源的收购后，公司形成了智能电网、新能源汽车及军工装备三大业务领域的产业格局。

图表 2. 公司股权结构



资料来源：iFinD，公司公告，东亚前海证券研究所

图表 3. 主要子公司及其主营业务

子公司名称	主营业务
河北通合新能源科技有限公司	充电桩及配套设备、新能源电动汽车车载电源、新能源电动汽车电机控制器及配套设备等
西安霍威电源有限公司	为军工客户提供定制类电源及检测业务
陕西通合电子科技有限公司	新兴能源技术研发、配电开关控制设备研发、电机及其控制系统研发等

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司于 2022 年 6 月 10 日实施股权激励计划，员工持股计划不断推进。
 本次股权激励占总股本的 0.86%，授予对象为公司核心管理与技术人员共计 108 人。考核目标为以 2021 年营收为基数，2022/2023 年营业收入增长率不低于 10%/21%。相较于公司 2016 年股权激励计划，本次激励计划涉及激励对象数目更多、股权激励数量更多。公司扩大激励对象范围，加大了对核心团队的激励力度，进一步调动员工积极性彰显公司长期增长信心。

图表 4. 公司股权激励计划

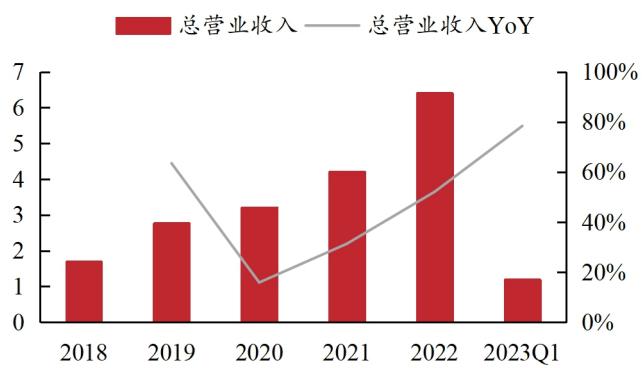
	2016 年	2022 年
激励对象	公司董事、中高层管理人员、主要骨干人员（不包括独立董事、监事），共 66 人	公司董事、高级管理人员与核心管理及技术（业务）骨干人员，共 108 人
股权激励数量	103 万股	149.96 万股（首次授予部分 119.97 万股，预留部分 29.99 万股）
占总股本比例	1.29%	0.86%
授予价格	42.50 元/股	6.85 元/股
考核目标	第一个解除限售期以 2015 年业绩为基数，2016 年主营业务收入增长率不低于 15%；第二个解除限售期以 2015 年业绩为基数，2017 年主营业务收入增长率不低于 30%；第三个解除限售期以 2015 年业绩为基数，2018 年主营业务收入增长率不低于 45%	第一个归属期，以 2021 年度营业收入为基数，2022 年度营业收入增长率不低于 10%；第二个归属期，以 2021 年度营业收入为基数，2023 年度营业收入增长率不低于 21%。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 高研发投入铸就技术壁垒，业绩实现较快增长

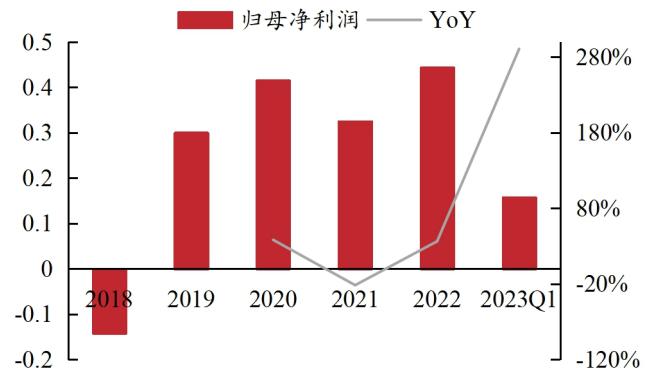
布局三大领域，公司业绩实现较快增长。2018-2022 年，公司总营业收入稳步增长，由 1.69 亿元增长至 6.40 亿元，年增速始终保持在 15%以上，4 年 CAGR 为 40.93%。2023Q1 公司实现营业收入 1.19 亿元，YoY+78.40%。2019 年公司归母净利润由 2018 年的-0.14 亿元转为+0.30 亿元，扭亏为盈并在此后呈增长趋势。2023Q1 公司实现归母净利润 0.16 亿元，YoY+290.76%。

图表 5. 公司 2018 年-2023Q1 营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 公司 2018 年-2023Q1 归母净利润（亿元）

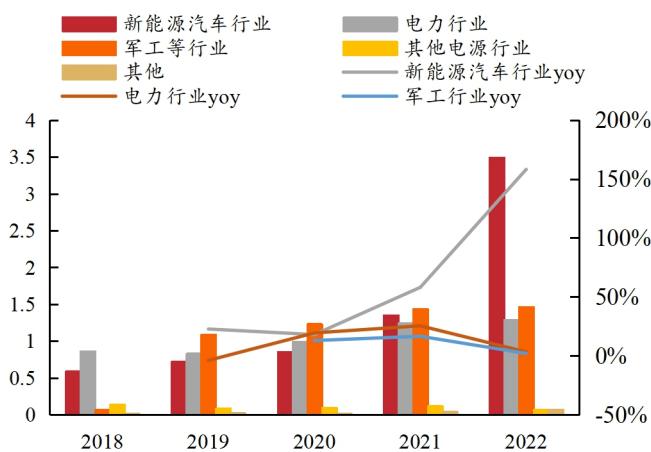


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司新能源汽车业务收入增长较快，成为近年来公司业绩增长的重要支撑。2017 年公司进入新能源领域，2018 年公司收购西安霍威，拓展了军工领域业务，并于次年实现了净利润的由负转正，公司下游客户拓展至智能电网、新能源车、军工三大领域。2019-2021 年，公司的三大行业营收基本保持相当。随着新能源汽车行业的快速发展，公司结合自身在电源领域的优势，逐步将直流充电桩核心部件充电模块作为公司研发与推广的重点

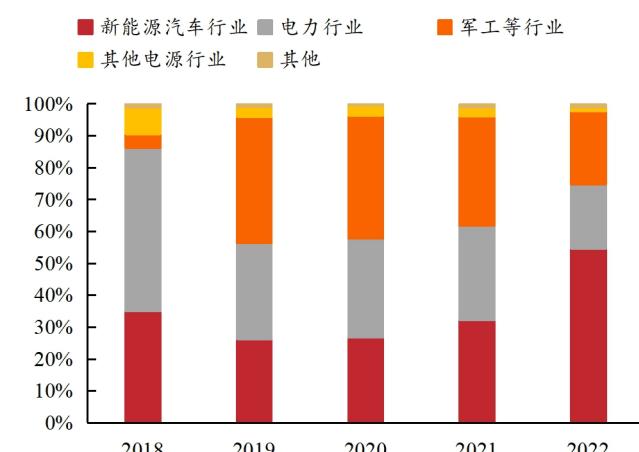
聚焦方向。2022 年公司新能源汽车行业营收为 3.50 亿元，占总营收的 54.59%，YoY+158.15%，主要系充电桩业务收入高增所致，受益于 2022 年充电桩行业尤其网外客户的需求增长，公司新能源业务收入实现了快速增长，业务收入占比提升至总收入的一半，成为公司创收主力。

图表 7. 公司 2018-2022 年分行业营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

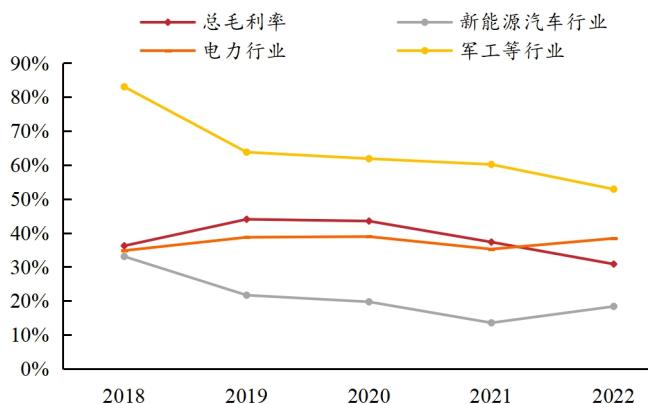
图表 8. 公司 2018-2022 年营业收入行业结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

毛利率仍有向上空间，期待规模效应下公司盈利能力持续改善。2022 年公司综合毛利率为 30.82%，同比减少 6.48pct，毛利率下滑系毛利率较低的新能源车业务占比提升所致。**分业务看，新能源汽车行业 2022 年毛利率为 18.37%，同比提升 4.82pct，**这主要得益于公司在直流高压快充领域的先发优势，随着未来公司充电桩业务走出海外，该行业毛利率有望进一步提升。**军工等行业毛利率在 50%以上，是公司毛利率最高的行业，**但近年来随着军民融合对军工行业的促进和准入门槛的逐步降低，更多竞争者进入军工电源领域，公司的毛利率出现了一定程度的下滑，从 2019 年的 63.75% 下降到了 2022 年的 52.86%。**电力行业部分，由于公司市占率与技术均处于行业领先水平，其毛利率波动幅度不大，维持在 36%左右。**2022 年公司在该行业的毛利率为 38.39%，同比增长 3.17pct。

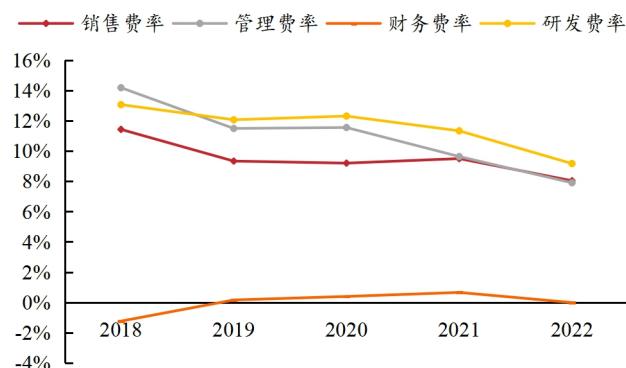
图表 9. 公司 2018-2022 年分行业毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

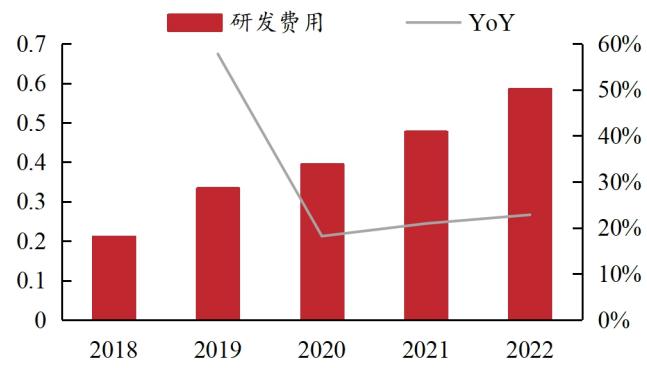
公司费用情况控制良好，主要费率呈下降趋势。近年来公司财务费率始终保持在较低水平，同时其他费率均呈现下降趋势。2022 年公司销售费率/管理费率/研发费率分别为 8.03%/7.90%/9.17%，较 2021 年分别下降 1.47/1.74/2.16pct。研发支出保持稳定增长，助力公司铸就技术壁垒。2018-2022 年公司研发费率保持在 10%左右，在研发上的高投入使得公司的充电桩模块、DC/DC 电源模块、电力操作电源等产品在市场上有较强的竞争力。

图表 10. 公司 2018-2022 年费率情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 11. 公司 2018-2022 年研发费用情况 (亿元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 充电桩市场需求空间广阔，公司充电桩业务有望高增

2.1. 充电桩行业需求放量，公司海外业务增长可期

我国充电桩行业相关政策频出，利好充电桩行业发展。我国是推行新能源汽车较早的国家，2022 年以来又推出了一系列政策支持新能源汽车充电桩的建设。2022 年 1 月发布的《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》提出加快推进居住社区充电设施建设安装，到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，能够满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求。在 2023 年 1 月发布的《关于组织开展公共领域车

辆全面电动化先行区试点工作的通知》中要求新增公共充电桩（标准桩）与公共领域新能源汽车推广数量（标准车）比例力争达到 1:1，高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的 10%。展望未来，充电桩在下沉市场中渗透提升空间更大，充电桩在下沉市场中充分布局更有利于提升新能源车出行便捷度，2023 年 5 月，国常会通过关于加快发展先进制造业集群的意见，部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。

图表 12. 我国充电桩相关政策梳理

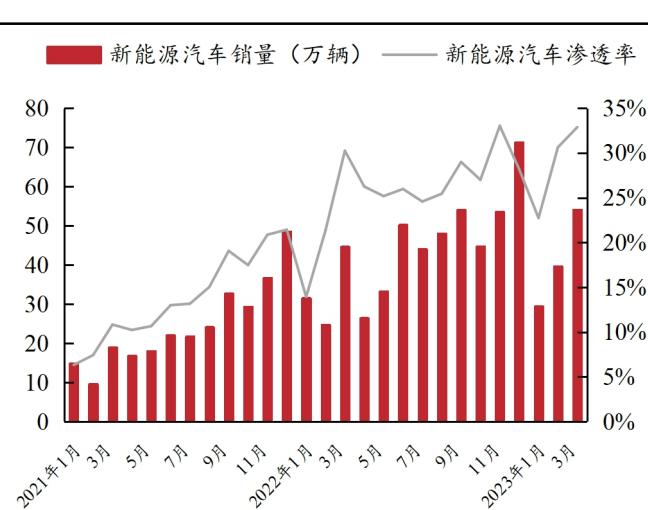
时间	文件名称	主要内容
2022.1	《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求。
2022.1	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	完善城乡公共充换电网络布局，积极建设城际充电网络和高速公路服务区快充站配套设施，实现国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的高速公路服务区快充站覆盖率不低于 80%，其他地区不低于 60%。大力推进停车场与充电设施一体化建设，实现停车和充电数据信息互联互通。
2022.5	《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》	大力支持发展新能源汽车，完善充换电基础设施支持政策，稳妥推动燃料电池汽车示范应用工作。持续推进工业、交通、建筑、农业农村等领域电能替代，实施“以电代煤”、“以电代油”。
2022.6	《“十四五”新型城镇化实施方案》	优化公共充换电设施建设布局，完善居住小区和公共停车场充电设施，新建居住小区固定车位全部建设充电设施或预留安装条件。推动公共服务车辆电动化替代，到 2025 年城市新能源公交车辆占比提高到 72%。
2022.10	《关于加快建设国家综合立体交通网主骨架的意见》	明确要推进铁路电气化和机场运行电动化，加快高速公路快充网络有效覆盖。
2022.12	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实，明确释放出行消费潜力。优化城市交通网络布局，大力发展智慧交通。推动汽车消费由购买管理向使用管理转变。推进汽车电动化、网联化、智能化，加强停车场、充电桩、换电站、加氢站等配套设施建设。
2023.1	《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	新增公共充电桩（标准桩）与公共领域新能源汽车推广数量（标准车）比例力争达到 1:1，高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的 10%，形成一批典型的综合能源服务示范站。
2023.5	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	支持地方政府结合实际开展县乡公共充电网络规划，并做好与国土空间规划、配电网规划等的衔接，加快实现适宜使用新能源汽车的地区充电站“县县全覆盖”、充电桩“乡乡全覆盖”。

资料来源：中国政府网，公司公告，东亚前海证券研究所

我国新能源汽车渗透率不断提升，车桩比仍有下降空间。随着我国新能源汽车产业的快速发展，新能源车渗透率持续上升。2021/2022/2023Q1 我国新能源汽车总销量分别为 293.2/526.1/123.1 万辆，新能源汽车渗透率由 2021 年 1 月的 6.32% 增长至 2023 年 3 月的 32.87%，上升 26.55pct。从保有量来看，2014-2022 年，我国新能源汽车保有量从 22 万量增长至 1310 万量，CAGR 为 66.67%，新能源汽车保有量的增长将带动其下游“加油站”充电桩需求的上升，由于我国布局新能源基础设施较早，部分临近使用期限的充电桩同样面临更新换代的需求。2016-2022 年我国公共充电桩数量由 20.43

万台增长至 519.75 万台, CAGR 为 52.80%, 增速相对低于新能源车保有量增速。从车桩比来看, 我国公桩+私桩车桩比从 2016 年的 4.46 下降至 2022 年的 2.52, 较 1:1 的车桩比水平仍有向下空间, 有望持续带动充电桩的建设需求。因此从需求端看我国充电桩仍存在增量空间。

图表 13. 我国月度新能源汽车销量及渗透率



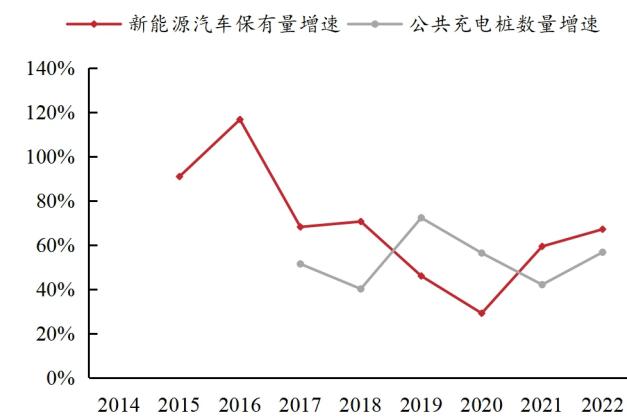
资料来源: WAYS 监测零售量, 乘联会, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2014-2022 年我国新能源汽车以及公共充电桩保有量



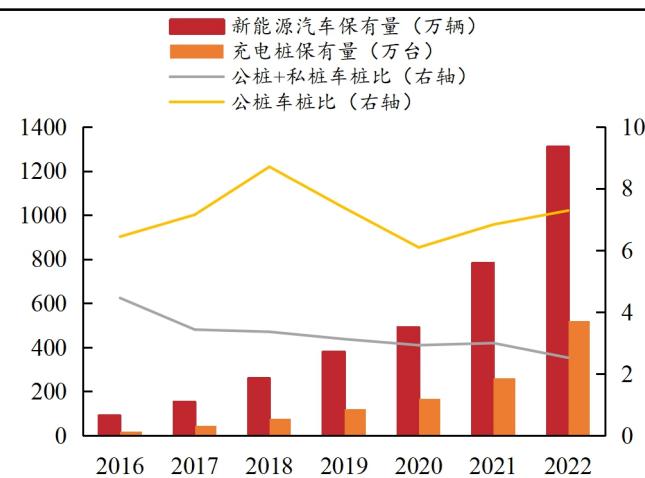
资料来源: 公安部, 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 东亚前海证券研究所

图表 15. 2014-2022 年我国新能源汽车以及公共充电桩保有量同比增速



资料来源: 公安部, 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 东亚前海证券研究所

图表 16. 2016-2022 年我国车桩比

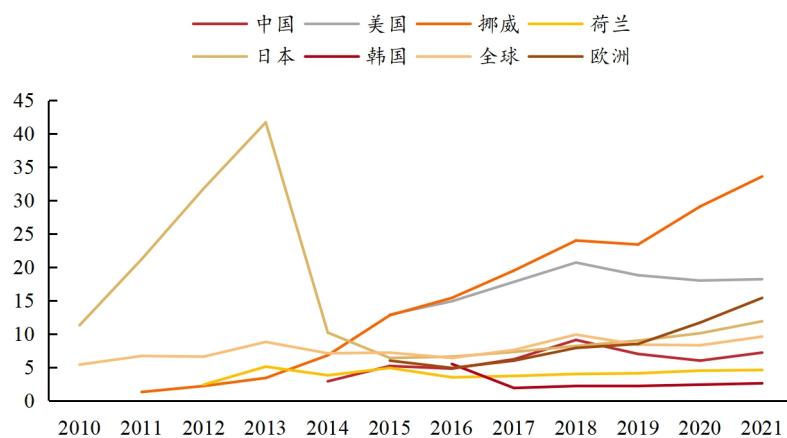


资料来源: 公安部, 中国充电联盟, 东亚前海证券研究所

海外国家车桩比显著高于我国, 市场增量空间广阔, 我国桩企出海取决于认证获取和市场开拓能力。海外市场方面, 从需求端看, 挪威、美国、欧洲、日本等国的充电桩建设步伐相对滞后于新能源汽车渗透速度, 其车桩比仍呈现出上升趋势, 2022 年其公桩车桩比分别为 33.6/18.2/15.4/11.9, 未来随着新能源车的渗透, 海外市场对充电桩需求有望进入加速放量阶段。从政策端看, 欧盟目标为在主要高速公路上每 60 公里设置充电站, 到 2030 年将有 350 万个新充电站, 到 2050 年将有 1630 万个新充电站。美国 2023

年1月颁布的《通胀削减法案》(IRA)对合格的商业充电站给予30%税收抵免，并将抵免金额上限从先前的3万美元提升至了10万美元。合格的居民家用充电桩可获得最高1000美元税收抵免。充电桩市场具有广阔的增量空间。由于我国充电桩产业链发展较为成熟，国内企业产品性价比较高，但由于海外国家对充电设施的质量设置了相关要求和标准，通过认证是我国桩企进入欧美等海外市场的门槛，在此基础上海外渠道的建设能力决定桩企的海外拿单实力，率先取得标准认证并有海外市场资源积累的国内企业有望在广阔的海外市场中取得先发优势。

图表 17. 2010-2021 年各国充电桩比



注：充电桩口径为公共充电桩

资料来源：IEA，东亚前海证券研究所

图表 18. 部分海外国家充电桩相关政策梳理

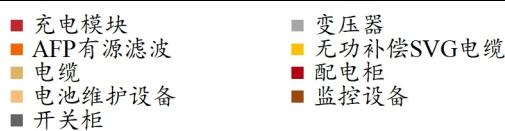
时间	主体	主要内容
2021.11	美国	《基础设施投资和就业法案》正式生效，将投资75亿美元，在全美范围内建立共有50万个充电设施的电动汽车充电网络，为沿高速公路走廊部署充电设施提供资金
2021.2	法国	启动一项1亿欧元的资金计划，以在国家公路网络上建设更多的电动汽车充电站，宣布将支持在法国运输业中制造快速充电桩的公司。每个公司必须具有四个快速充电桩，包括至少两个充电功率达到150kw的站点
2021.7	欧盟	公布“Fitfor55”，要求在主要高速公路上每60公里设置充电站，目标到2030年将有350万个新充电站，到2050年将有1,630万个新充电站
2022.1	德国	在未来三年内投资63亿欧元，在全国范围内迅速扩大电动汽车充电站的数量，将德国电动汽车充电站的数量增大14倍，从现在的约7万座大幅提升至2030年的100万座
2022.3	英国	发布《电动汽车基础设施战略》，提出将投资至少16亿英镑以大幅扩大英国的电动汽车充电网络，到2030年将电动汽车充电站的数量增加10倍至30万个，2035年在英格兰高速公路上安装超过6,000个超快充电桩
2022.6	美国	提议建立电动汽车充电项目的最低标准和要求，该项目获得了50亿美元的政府资助。要求充电站使用目前最快的充电桩，将有助于“实现便捷的充电解决方案”

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

充电桩模块是直流充电桩的核心部件，将同步受益于整个充电桩行业需求放量。充电桩模块主要涉及电力电子功率变换电路拓扑、嵌入式软件控制

算法、高频磁性元件设计等技术，内部结构复杂，电子元器件多，单个充电模块内含超过 2500 个电子元器件，是影响直流充电桩性能的重要部件。充电模块在充电直流桩成本中占比在一半左右，直流充电桩需要将交流电转换为直流电，并且随充电功率的提升对于充电模块的保护与散热会提出更高要求。新型的高压快充桩还需要模块具备加压的功能。功率器件与磁元件构成了充电模块的主要成本。在充电模块中，功率器件占总成本 25.44%，磁元件占总成本的 22.51%。电容/PCB/结构件/芯片分别占总成本的 10.74%/7.65%/6.72%/7.91%。除芯片与电容外，其他材料近年来价格波动幅度较小。作为整个充电桩产业链上游的零部件环节，充电模块行业同样受益于充电桩建设需求的增长。

图表 19. 2021 年我国充电桩行业成本结构



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 20. 2022H1 优优绿能充电桩模块成本结构



资料来源：优优绿能招股书，东亚前海证券研究所

充电模块市场有望保持较快增长。国内方面，考虑政策驱动下充电桩建设进程加速以及高压快充趋势明确，我们假设车桩比逐步下降，同时直流桩占比逐步提升，车桩比我们参照优优绿能招股书中的预计，直流桩占比我们参照 2020-2022 年的提高速度，假设直流桩占比每年提升 1-2pct；价格方面，考虑技术升级下模块成本呈下滑趋势，且下游客户价格敏感度高背景下性价比成为核心竞争力，我们预计价格继续呈逐年小幅下滑 8%，经测算，2023/2024/2025 年我国充电桩模块市场增量分别为 856.18/1299.25/1909.37 亿瓦，市场规模分别达到 102.40/142.96/193.28 亿元。海外方面，根据华经产业研究院数据，2021 年，海外充电桩市场新增需求仅为 140.76 万 kW，市场规模为 2.79 亿元。预计到 2025 年，海外充电桩需求增长至 11631.83 万 kW，市场规模提升至 187.59 亿元。

基于充电桩产业支持政策的频繁出台，新能源汽车渗透率的不断提升，以及海外市场广阔的增量空间，我们认为充电桩建设需求在未来仍将保持高速增长，其中产业上游充电桩模块市场规模将同步提升，具有市场优势且

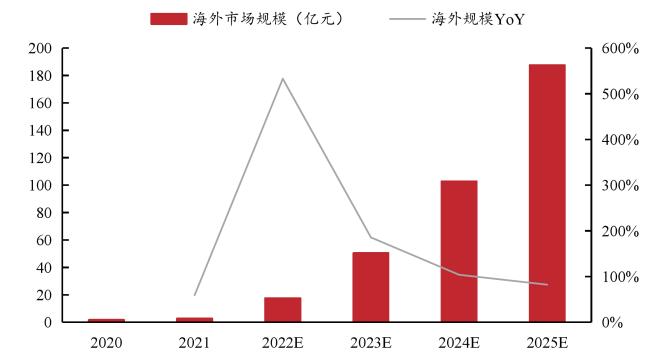
通过海外标准认证的企业有望率先受益于行业的高速增长。

图表 21. 我国充电模块市场规模测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源汽车保有量 (万辆)	492.00	784.00	1293.60	2005.08	2907.37	3924.94
车桩比	2.93	3.00	2.53	2.35	2.19	2.04
充电桩保有量 (万台)	167.92	261.33	511.30	853.23	1327.57	1923.99
公共充电桩占比	48.03%	43.83%	34.50%	34.50%	34.50%	34.50%
公共充电桩保有量 (万台)	80.65	114.54	176.40	294.36	458.01	663.78
直流充电桩占比	38.29%	40.98%	42.35%	43.35%	44.35%	46.35%
公共直流充电桩保有量 (万台)	30.88	46.94	74.71	127.61	203.13	307.66
公共直流充电桩平均功率 (kW)	131.00	137.55	144.43	151.65	159.23	167.19
充电模块市场保有量 (亿瓦)	404.54	645.65	1078.97	1935.15	3234.40	5143.78
充电模块市场增量 (亿瓦)			241.11	433.32	856.18	1299.25
充电模块单位价格 (元/瓦)				0.13	0.12	0.11
yoy					-8%	-8%
充电模块市场规模 (亿元)				56.33	102.40	142.96
						193.28

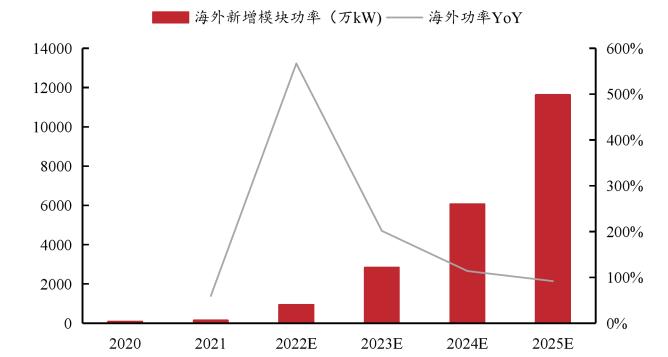
注：2023-2025 年数据除正文中提到的指标是基于历史趋势预测，其余预测数据及 2020-2022 年数据均来自优优绿能招股书及中国充电联盟
资料来源：优优绿能招股书，中国充电联盟，东亚前海证券研究所

图表 22. 2020-2025E 海外充电模块市场需求情况



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 23. 2020-2025E 海外充电模块市场规模情况



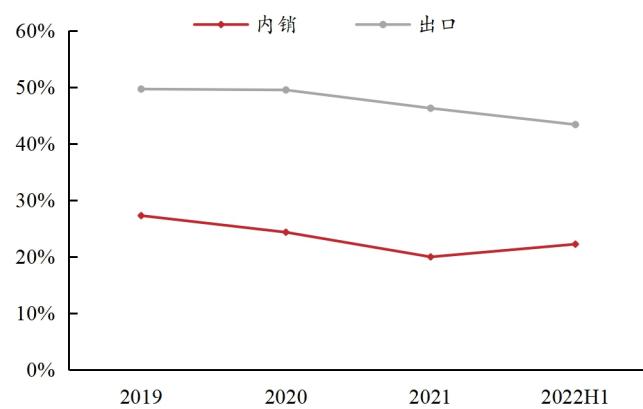
资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

受益于行业需求快速释放，2022 年公司充电模块实现高增。2022 年，公司充电模块实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 189.93%，销量 12.31 万台，同比增长 213.81%，受益于 2022 年新能源车销量的高速增长带动下充电桩建设需求的提升，公司充电模块出货量和营业收入实现高增。

公司充电模块产品已通过欧标认证，海外业务占比有望提升。充电模块海外业务毛利率更高，根据优优绿能招股说明书，其出口海外的充电模块具有更高的毛利率，2022H1 出口海外的充电模块毛利率为 43.36%，较内销高出 21.15pct。根据通合科技投资者关系活动记录，其海外充电模块毛利率水平同样高于国内。通合科技目前充电桩产品以内销为主，2022 年境外业务实现营收 2442.97 万元，占公司总营收比 4%，海外市场主要在俄语区、印度、东南亚等国家或地区，但上述国家新能源车普及度较低。截至 2023Q1，公司充电模块产品已经通过欧标认证，美标认证正在推进中，欧洲是公司

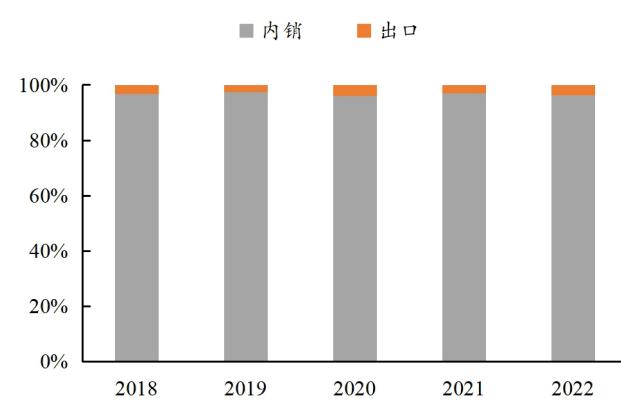
2023 年重点开拓的目标市场，考虑海外客户价格敏感度相对高，粘性更强，公司积极对接海外大客户以拓展海外渠道，未来毛利率更高的海外业务占比有望上升，带动公司盈利能力向上。

图表 24. 2019-2022H1 优优绿能充电模块出口与内销毛利率对比



资料来源：优优绿能招股书，东亚前海证券研究所

图表 25. 2019-2022H1 通合科技充电桩出口与内销营收结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 模块大功率化趋势明确，公司市占率有望巩固提升

新能源汽车充电技术向大功率快充发展。充电慢仍然是目前制约新能源车发展的核心难题之一，提高充电功率可通过提升电压和电流两条路径实现，即高压快充和大电流快充方案。新能源整车制造商也陆续推出直流快充方案，如小鹏 G9、路特斯 ELETRE、保时捷 Tycan、极狐 α S 华为 HI 版、AION V Plus 70 超级快充版已支持 800V 高压快充。随着直流充电桩平均功率的提升与支持快充技术车辆的出现，部分布局较早、功率较低的未到达设计使用年限的直流充电桩提前出局并由新一代的充电桩填补缺口，带动充电桩产业链各环节相关产品向大功率发展。

图表 26. 小鹏 G9 与 S4 超充电桩



资料来源：小鹏汽车官网，东亚前海证券研究所

图表 27. 保时捷 Tycan

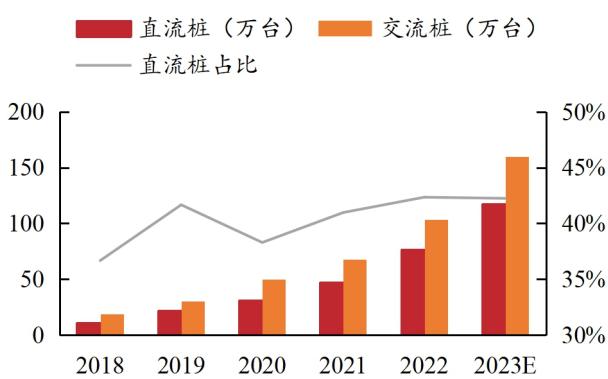


资料来源：保时捷中国官网，东亚前海证券研究所

快充需求增长趋势下，一是推动直流桩在充电桩中占比不断提升。新能源电动汽车补能方式分为两种：一是整车直接充电；二是进行换电，由换电站对电池进行充电，并提供换电相关的运营服务。充电方式可分为直流充电、交流充电，直流充电输出功率较大，能够实现快速充电，但建设成本、配电要求较高，一般安装在商业广场、公共停车场、高速公路服务区等场所；交流充电输出功率较小，充电速度较慢，但建设灵活、配电要

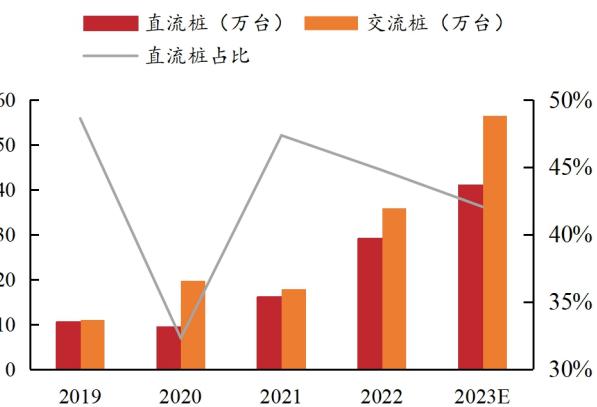
求低，适用于居民社区停车场等应用场景。高压直流桩可以在 15-60 分钟内充满车辆电能的 80%，而低压交流桩充电时间在 5-10 小时。2018-2022 年，我国充电桩中直流桩占比呈现上升趋势，2022 年我国直流桩数量为 76.1 万台，占总充电桩的 42.35%，较 2021 年提升 1.37pct。2022 年直流充电桩同比新增 29.1 万台，占总新增充电桩的 44.77%。随着快充需求增加，直流桩占比有望进一步提升，直流桩核心部件充电模块市场规模将同步增长。

图表 28. 2018-2023E 我国充电桩结构



资料来源：中国充电联盟，东亚前海证券研究所

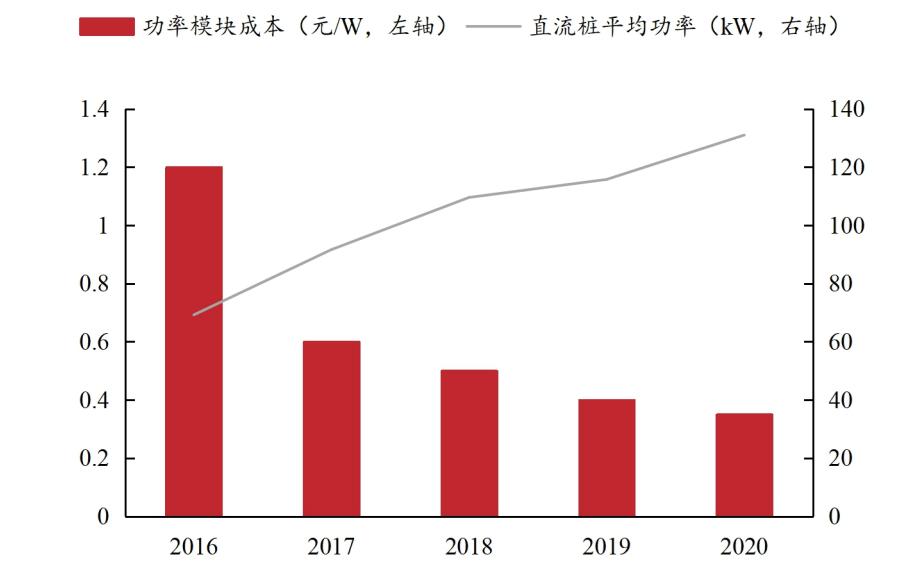
图表 29. 2019-2023E 我国新增充电桩结构



资料来源：中国充电联盟，东亚前海证券研究所

二是驱动充电模块向大功率方向发展。快充需求下，我国直流充电桩单桩功率不断上升，2016-2020 年，直流桩平均功率由 70kW 提升至 131kW。根据中国充电联盟发布的《2022 中国电动汽车用户充电行为白皮书》显示，大功率充电设施更符合公用桩用户使用偏好，近四年 180kW 及以上大功率充电桩占比提升 10%。充电模块是充电桩的核心部件，充电模块功率越大，单位时间输出电能越多，而单个充电模块功率直接决定单桩功率，因此充电模块在快充需求下向大功率化发展。目前市场主流产品为 20kW 和 30kW 充电模块，主要玩家 40kW 产品已经研发成功，有望向更高功率发展。同时随着技术发展，直流桩功率模块生产成本呈下降趋势，从 2016 年的 1.2 元/W 下降到 2020 年的 0.35 元/W，从经济性上为大功率充电模块的应用提供支撑。

图表 30. 2016-2020 年我国直流桩功率与成本变化情况



资料来源：中国汽车工程协会，中国充电联盟，东亚前海证券研究所

图表 31. 充电模块技术趋势

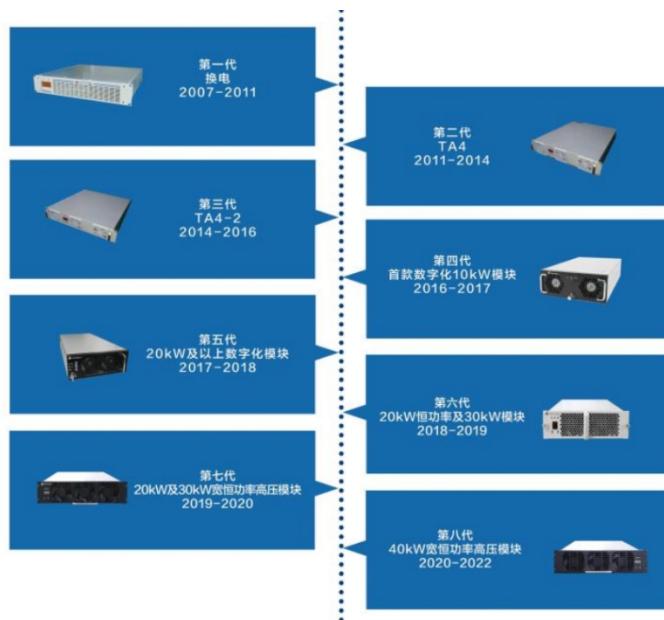
	发展现状	未来趋势
模块功率	15kW/20kW为主	向30kW/40kW发展
输出电压	200-750V	1000V
频率	前级PFC的开关频率在40-60KHZ之间，后级移相全桥固定频率在100KHZ以下，全桥LLC的主谐振点频率在100KHZ以下。	前级PFC与后级DC-DC开关频率需进一步增大以实现功率密度提升。
效率	95%-96%	有望实现98%
温控	风冷	液冷有望成为主流

资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

新能源车快充需求的快速增长，推动充电桩市场中直流桩占比提升，进而带动对充电模块，特别是直流、大功率充电模块的需求，具有核心技术优势且性价比优势的充电模块生产企业有望率先受益于行业的高速增长。

公司较早布局充电模块产品，技术不断迭代升级。公司涉足新能源充电桩业务领域较早，是行业中率先推出符合国网“六统一”标准的 20kW 高电压宽恒功率模块厂家之一，2022 年公司推出高性价比 40kW 高电压宽恒功率产品。公司目前主流产品包括 20kW、30kW、40kW 的充电模块，产品电压最高可达 1000V，可以满足 800V 电压平台的要求。在产品输出效率方面，顺应充电模块高效率要求，公司首创的“谐振电压控制型功率变换器”技术，使公司产品具有输出效率高的优势，峰值输出效率高于 97%，处于行业领先水平。

图表 32. 通合科技充电模块发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司在网内市场的市占率领先，网外市场份额正逐步提升。根据投资者关系活动记录，2022年公司客户结构20%为网内用户，80%为网外用户，其中20kW模块主要面向国网用户，30kW、40kW模块主要面向网外客户。公司在网内客户领域市占率领先，但目前伴随网内用户逐步推出，市场占比逐步缩小。目前行业产品正从15kW、20kW向30kW、40kW升级，传统的功率相对较低的产品正逐渐退出市场。因此公司也在发力网外市场，30kW和40kW产品是公司2023年主推产品。

下游价格敏感度较低，公司实行成本领先战略，有望通过性价比优势扩大网外大功率模块市场份额。根据车桩新媒体数据，2022年包含自用和外购的整个充电模块市场中，英飞源、优优绿能、永联、特来电、通合科技位居行业前五，在扣除自用的竞争性市场中，通合科技市占率位列第三。国内充电模块市场下游企业价格敏感度低，因此高性价比是充电模块厂商的核心竞争力。对充电模块厂商来说，降本路径一是通过技术研发提高器件复用率，减少器件使用率以降低成本，随着技术不断成熟，高功率充电模块的每瓦价格仍有向下空间，二是通过规模效应实现降本。公司近年来增大在营销、研发、供应链持续投入，凭借技术领先优势和规模效应的逐步显现，有望持续提升公司产品的性价比，在30kW、40kW模块方面降低成本，从而提升公司的市场占有率和盈利能力。

2.3. 定增助力产能提升，静待高功率充电模块项目落地

充电模块业务高速增长，定增助力产能提升。公司于2023年4月26日公布了定增股票的预案，预计募集资金不超过62000万元，其中44000万元用于投资高功率充电模块产业化建设项目，18000万元用于补充流动性

资金。

图表 33. 公司定增募集资金用途计划

	投资金额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
高功率充电模块产业化建设项目	48577.39	44,000.00
补充流动资金	18,000.00	18,000.00

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

高功率充电模块项目助力公司提高客户粘性，开拓更多下游客户，保持行业优势。近年来，充电模块行业主流正从 15kW、20kW 为主，转向 30kW、40kW 以及更高功率等级的充电模块。**高功率充电模块产业化建设项目有助于公司紧跟行业发展步伐。**本次募投项目建设周期为 24 个月，有利于公司抢占市场先机，扩大市场占有率为，进行产品性能的迭代提升和产品结构的优化升级并打造未来新的利润增长点。

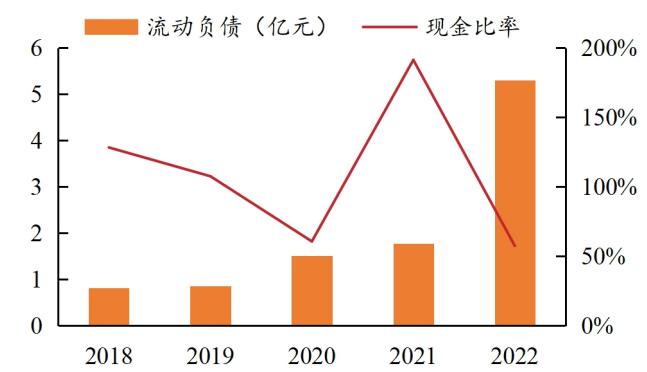
2022 年业务扩张下公司应收账款与流动负债增长迅速，流动资金需要补充。军工产品和充换电站充电电源系统（充电桩）及电动汽车车载电源结算周期较长，导致公司应收账款增加。同时，伴随公司销售增长，生产规模扩大，产品及原材料备货增加公司存货也在稳步增长。2021 年公司完成定增后现金比率增长至 191.25%，但在 2022 年随着公司业务的扩张，公司流动负债从 2021 年的 1.78 亿元增长至了 2022 年的 5.29 亿元，现金比率下降至了 57.34%。定增完成后有助于进一步增强企业支付与成本把控能力。

图表 34. 2018-2022 公司流动资产情况 (亿元)



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 35. 2018-2022 公司流动负债与现金比率



注：公司公告，东亚前海证券研究所

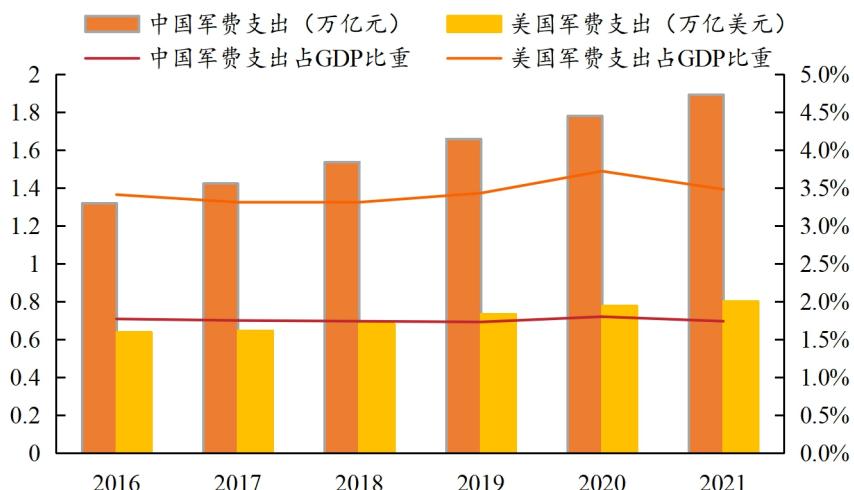
3. 军工产品国产化进程加快，公司军用电源业务前景向好

3.1. 军费开支稳定增长，国内厂商迎来新机

中国军费支出稳定增长，但占 GDP 比重仍处在低位。2021 年中国军费支出为 1.89 万亿元，占当年 GDP 的 1.74%。同期美国军费支出为 0.80

万亿美元，占当年GDP的3.48%。相比于美国，我国军费支出水平处于低位，在面对不确定的国际形势时，仍有较大提升空间。2023年全国财政安排国防支出预算1.58万亿元，同比增长7.2%。

图表 36. 中美军费支出及占GDP比重对比



资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

我国特种电源行业集中度较低。2019年我国特种电源行业CR3为20%，CR5为29%。我国电源行业整体起步较晚，在基础技术、产品高端化方面仍有发展空间。由于特种电源对电路性能要求较高，国内部分特种电源供应商所生产的产品中的核心功率模块依然需要从TDK-Lambda、Vicor、UMEC等国外龙头企业进口。2019年，特种电源行业中市占率最高的是中电科43所，市占率为9%；通合科技在同期市占率为1%。

图表 37. 2019年我国特种电源市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

国产化替代进程加快，“卡脖子”局面有望得到改善。特种电源行业处于军工电子产业链的上游，随着如卫星导航设备、电子对抗设备、雷达电子设备重要性的提升与广泛应用，对于特种电源的需求有望提升。随着近年来相关国内厂商技术的不断完善以及对于国家安全重视程度的不断提升，对于国外厂商的依赖将逐渐减弱，国内厂商发展前景广阔。

3.2. 军用电源增速有望提高，公司产能即将落地

特种电源行业有望扩张，公司将得益于军费支出的增长。公司全资子公司霍威电源主要产品包含通用型模块、组件电源、智能机箱电源、大功率电源等，产品可广泛应用于弹载、车载、雷达、舰船、机载、铁路、地面系统等领域。

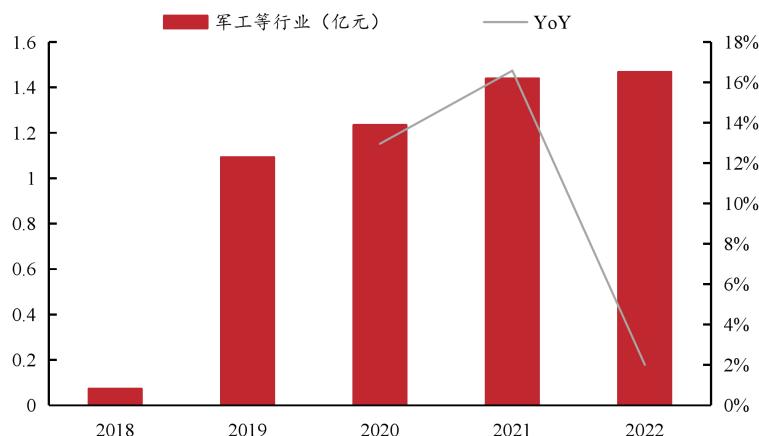
图表 38. 霍威电源主要产品



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司军工业务保持稳健增长。子公司霍威电源专注于定制化军工电源方向，军工电源产品在国产化方面处于行业领先水平。公司军工等营业收入由 2019 年的 1.09 亿元增长至 2022 年的 1.47 亿元，CAGR 为 10.34%。由于军工行业的资质获取审核流程较为严格，下游客户粘性较强。

图表 39. 2018-2022 年公司军工行业收入



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

定增项目产能即将落地，公司军工业务增速有望提升。2021年公司完成定增，开启“基于电源模块国产化的多功能军工电源产业化项目”建设。该项目将于2023年底落地，每年可增加低功率DC/DC电源模块产能14000块、大功率DC/DC电源模块产能5000块、三相功率因数校正模块产能5000块以及多功能国产化军工电源产能5000台。在2024/2025年产能利用率将达到60%/80%，随后达到100%。产能登顶后预计每年可为公司带来销售收入29911.32万元。

4. 电网智能化投资带来增长机遇，公司业务稳健增长

4.1. 智能电网带动产业链，操作电源有望受益

智能电网与传统电网相比，在电价机制、发电/储能上更为灵活并且抗风险性更高。智能电网提供实时的电价信息，并且可以提供不同的服务方案。电网智能化改造可以提高现有电网资产的使用率，减少电网堵塞和瓶颈，同时还能够完善发电侧和用户终端的资产管理，提升整个电力资产的运营效率。

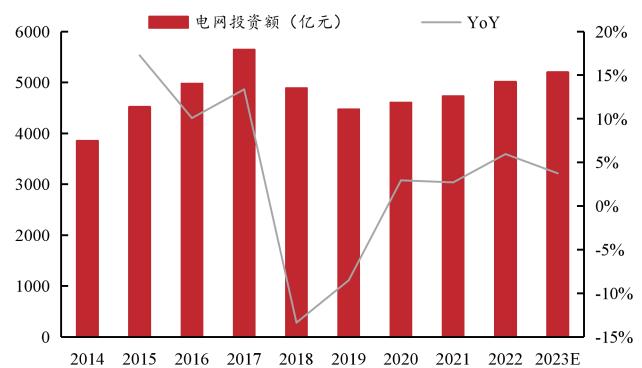
图表 40. 智能电网与传统电网对比

	传统电网	智能电网
电价机制	电价透明，定价方数目较少，用户选择较少	充分的实时电价信息，选择方案较多
发电/储能	集中发电比重高，少量DG、DR，储能或可再生能源	大量“即插即用”的分布式电源，补助集中发电
市场化可能性	有限的趸售市场	成熟健壮的趸售市场
满足电能质量需要	关注是否停运，不关注电能质量	电能质量有保障，多种质量/价格方案供选择
自愈性	扰动发生时保护资产	防止断电，减少影响
抵御攻击	对恐怖袭击和自然灾害抵抗力弱	具备快速恢复能力

资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

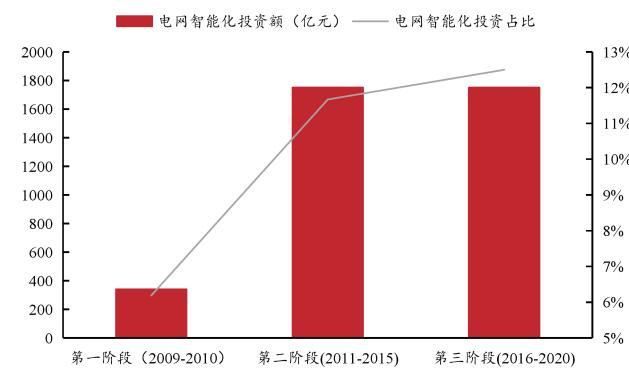
电网投资额稳步增长，电网智能化投资占比逐步提升。在国家电网2009-2020年智能电网发展三阶段中，第一阶段（2009-2010）为规划试点阶段，智能化投资341亿元，占比6.19%；第二阶段（2011-2015）为全面建设阶段，智能化投资1750亿元，占比11.67%；第三阶段（2016-2020）为引领提升阶段，智能化投资1750亿元，占比12.50%，智能化投资占比持续上升。2023年国家电网投资额预计为5200亿元，YoY+3.38%。南方电网“十四五”数字化规划总投资约260亿元，推动电网数字化转型。

图表 41. 2014-2023E 国家电网投资额



资料来源：国家电网社会责任书，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

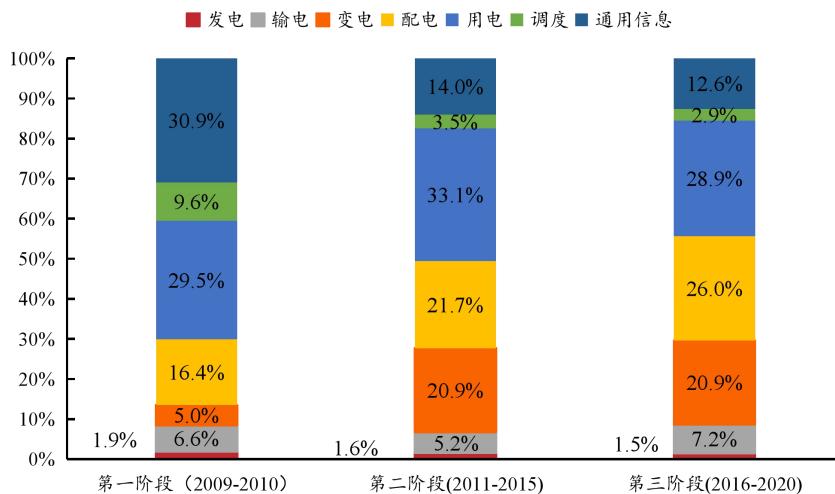
图表 42. 三阶段电网智能化投资额及占比



资料来源：国家电网，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

配用电侧是当前阶段电网智能化投资的重点环节。智能电网产业链共涉及发电、变电、输电、配电以及用电五个大环节。上游的发电环节主要包括可再生能源发电与不可再生能源发电，中游主要有智能变电、智能输电和智能配电，下游为终端用户的用电环节，主要分为工业用电、居民用电以及各种类型的商业用电。在智能电网下，可以实现发电资源的实时配置，输电过程的实时调度以及配电过程的实施管理。分环节看，国家电网智能化投资额中，配用电环节智能化投资比例较高，且第二、三阶段，配电和用电环节智能化投资合计占比较第一阶段上升。南方电网“十四五”规划中，总投资 6700 亿元，其中 3200 亿元用于建设配电网，占比接近一半。

图表 43. 2009-2020 年国家电网智能化投资环节分布



资料来源：国家电网，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

4.2. 产品矩阵不断完善，大力开发大客户

公司在智能电网领域的的主要业务包括电力操作电源、电力用 UPS/逆变电源和配网自动化电源的研发、生产和营销。电力系统配网自动化电源是

电力操作电源模块技术的新应用，公司产品的技术参数、制造工艺、可靠性等方面受到市场认可，具有良好市场前景。在智能电网业务方面，公司的主要竞争对手有维谛技术、英可瑞、奥特迅等。

图表 44. 公司智能电网主要产品



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司具有较强的竞争优势与知名度，未来智能电网业务有望保持稳定增长。公司从事电力操作电源行业超过 20 年，具有核心专利技术并形成了产品优势与良好的市场基础，在行业内保持领先的技术研发和营销水平，有望充分受益于电网智能化投资力度加大。

5. 盈利预测与投资建议

基本假设：新能源充电模块方面，充电桩行业在政策和需求双重因素驱动下有望迎来景气周期，作为充电桩核心部件的充电模块将迎来需求放量阶段，同时高压快充趋势下充电模块向大功率化发展，高功率产品市场格局尚不明朗，公司产能储备充足，技术研发投入力度大，有望凭借技术和规模优势不断提升性价比从而扩大市场份额，且公司海外标准认证正在稳步推进中，高毛利的海外业务占比有望增加，因此我们假设公司充电模块出货量和毛利率均将迎来提升，预计 2023/2024/2025 年公司充电模块业务分别实现营业收入 5.57/9.53/16.64 亿元。智能电网方面，公司业务与电网智能化投资增速有望实现同频增长，因此我们假设公司智能电网业务未来稳健增长，预计 2023/2024/2025 年公司智能电网业务分别实现营业收入 1.65/2.03/2.48 亿元。军工电源板块，公司定增项目即将落地投产，期待公司产能扩张后的业绩兑现，预计 2023/2024/2025 年公司军工业务分别实现营业收入 1.49/2.03/2.98 亿元。

投资建议：政策与需求双轮驱动下，充电桩市场增量空间广阔，作为核心部件充电模块头部制造商，公司有望充分受益于桩企出海和快充趋势下直流大功率充电模块的需求放量，新能源业务有望支撑公司业绩持续高

增。我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现营业收入 9.50/14.77/23.91 亿元，实现归母净利润 0.97/1.85/3.23 亿元。基于 5 月 29 日收盘价 29.49 元，对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 52.50X/27.67X/15.83X，首次覆盖给予“推荐”评级。

6. 风险提示

新能源行业竞争加剧：充电模块行业参与企业较多，竞争较为激烈，大功率模块产品行业格局未定，若价格战等市场竞争加剧，可能对公司市占率提升造成不利影响。

新能源车销量不及预期。公司充电模块产品是充电桩核心部件，充电桩为新能源车配套设备，行业增量空间受下游新能源车销量影响较大，如果新能源车销量不及预期，或影响公司下游需求放量。

充电桩出海不及预期：海外充电桩需求缺口较大，是国内桩企未来重要增量市场，但海外市场有较高的认证标准，且受政策影响，未来如海外标准认证和客户拓展不及预期，或对公司海外业绩增长造成不利影响。

智能电网投资不及预期：智能电网业务是公司传统业务板块，业务增速受电网配用电侧智能化投资力度影响较大，若智能电网投资不及预期，或影响公司智能电网业务的增长。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	639.16	950.41	1476.61	2391.44
%同比增速	51.79%	48.70%	55.37%	61.95%
营业成本	442.15	638.80	980.72	1573.98
毛利	197.00	311.61	495.90	817.47
%营业收入	30.82%	32.79%	33.58%	34.18%
税金及附加	3.95	7.64	11.25	17.98
%营业收入	0.62%	0.80%	0.76%	0.75%
销售费用	51.35	69.87	105.63	171.32
%营业收入	8.03%	7.35%	7.15%	7.16%
管理费用	50.50	67.99	98.92	159.22
%营业收入	7.90%	7.15%	6.70%	6.66%
研发费用	58.62	103.95	154.74	243.83
%营业收入	9.17%	10.94%	10.48%	10.20%
财务费用	-0.09	1.81	0.20	-1.80
%营业收入	-0.01%	0.19%	0.01%	-0.08%
资产减值损失	-4.70	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-7.41	0.00	0.00	0.00
其他收益	20.35	34.76	52.58	84.42
投资收益	1.44	1.14	2.02	3.49
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.03	-0.12	-0.20	-0.28
营业利润	42.32	96.12	179.54	314.54
%营业收入	6.62%	10.11%	12.16%	13.15%
营业外收支	0.04	0.01	0.06	0.07
利润总额	42.37	96.13	179.60	314.61
%营业收入	6.63%	10.11%	12.16%	13.16%
所得税费用	-1.56	-0.71	-3.97	-6.18
净利润	43.93	96.84	183.56	320.79
%营业收入	0.07	0.10	0.12	0.13
归属于母公司的净利润	44.34	97.44	184.84	323.07
%同比增速	36.36%	119.77%	89.70%	74.78%
少数股东损益	-0.41	-0.60	-1.28	-2.28
EPS (元/股)	0.26	0.56	1.07	1.86

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.26	0.56	1.07	1.86
BVPS	5.83	6.39	7.46	9.32
PE	53.15	52.50	27.67	15.83
PEG	1.46	0.44	0.31	0.21
PB	2.37	4.61	3.96	3.16
EV/EBITDA	34.83	37.63	21.64	11.76
ROE	4.39%	8.79%	14.29%	19.99%
ROIC	3.77%	7.83%	12.51%	17.54%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	303.57	529.00	781.25	1303.71
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	567.05	430.14	554.27	508.60
存货	227.41	332.46	502.10	765.83
预付账款	18.45	26.23	38.15	63.84
其他流动资产	19.15	26.31	33.75	66.64
流动资产合计	1135.63	1344.14	1909.51	2708.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	4.30	3.96	3.61	3.27
固定资产合计	163.98	164.08	163.89	164.23
无形资产	30.75	34.13	38.68	40.17
商誉	179.71	176.70	175.69	174.36
递延所得税资产	10.92	10.92	10.92	10.92
其他非流动资产	31.19	39.85	52.24	66.78
资产总计	1556.48	1773.78	2354.55	3168.34
短期借款	107.56	131.30	155.04	180.23
应付票据及应付账款	386.31	461.37	810.14	1236.32
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	9.97	21.52	30.54	45.84
应交税费	12.53	19.48	30.01	48.16
其他流动负债	13.10	16.27	21.41	29.58
流动负债合计	529.47	649.93	1047.14	1540.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1.93	1.93	1.93	1.93
其他非流动负债	13.16	13.16	13.16	13.16
负债合计	544.56	665.03	1062.23	1555.23
归属于母公司的所有者权益	1010.99	1108.43	1293.27	1616.34
少数股东权益	0.92	0.32	-0.95	-3.23
股东权益	1011.92	1108.76	1292.32	1613.11
负债及股东权益	1556.48	1773.78	2354.55	3168.34

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量净额	-5.63	243.25	278.05	546.46
投资	0.00	-4.42	-4.53	-4.57
资本性支出	-61.11	-33.44	-40.40	-41.16
其他	1.44	1.49	1.63	3.83
投资活动现金流量净额	-59.66	-36.37	-43.31	-41.90
债权融资	-82.39	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	107.50	23.74	23.74	25.20
筹资成本	-8.93	-5.20	-6.23	-7.29
其他	-3.49	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流量净额	12.69	18.54	17.51	17.90
现金净流量	-52.60	225.42	252.26	522.46

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

燕楠，香港大学理学硕士，武汉大学数学、经济学双学士，2017 年开始从事商贸零售行业分析，2021 年 11 月加盟东亚前海证券研究所。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>